

策略日报（2025.09.25）：反内卷板块迎来转机

相关研究报告

<<策略日报（2025.09.23）：关注银行板块配置机会>>--2025-09-23

<<策略日报（2025.09.22）：节前震荡整理>>--2025-09-22

<<长风破浪会有时>>--2025-09-22

<<窄门 3>>--2025-09-23

证券分析师：张冬冬

E-MAIL: zhangdd@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522040001

证券分析师：徐梓铭

E-MAIL: xuzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190525050001

大类资产跟踪

利率债短端小幅下跌，长端小幅上涨，三十年期国债创下今年新低后企稳回升。此前我们持续提示三十年期国债将创下年内新低，且在今年3月份的低点附近的支撑力度较强，做空者应适当止盈，今日三十年期国债加权指数跌至年内新低后，便企稳回升，走势完美符合我们的判断。在更长的时间维度上，我们维持此前判断：三十年期国债在目前位置震荡整理后将继续下跌，目标位在去年9月份政策转向的低点（2024年9月30日）附近。大盘突破去年10月8日高点后，成交量和波动率同步放大上涨，短期未看到结束的迹象，预计大方向上股强债弱将持续，国债短期在年线位置企稳震荡后仍有下行空间。后续展望：股市大盘突破，商品蓄势待发，债市预计短期在年线附近震荡整理后将继续下跌。

股票市场：A股：科技类今日再次领涨市场，但我们认为科技板块已经不宜追高，积极关注仍在底部的反内卷相关的光伏、化工、农业、有色以及高股息代表的银行等板块。近几日科技板块整体依旧表现强势，但上涨已经出现分化，此前领涨的个股略显疲态，新的低位个股在补涨，资金畏高的态势较为明显，且板块筹码较为拥挤，已经拥有科技持仓的投资者可适当获利了结降低持仓成本。反内卷相关板块仍在底部，且相关商品有了企稳回升的迹象，后续或迎来股商齐涨的行情。此外，今日创业板和科创板虽然带领指数上涨，但期权市场波动率延续了下行态势，波动率下行表明期权市场预期未来走势斜率趋陡的概率不大。考虑到节前融资盘有获利了结的动机（降低长假期间的持仓风险以及融资利息的支出），目前领涨的创业板、科创板中融资盘集中度较高，将高位的科技适当获利了结去低位有政策和股息支持的板块是更好的选择。美股：预计四季度软着陆和再通胀将重新成为叙事的中心，美股仍是大类资产中最佳选择。在关税战和连续不及预期的非农就业报告下，衰退和降息在过去两个季度占据了叙事主导，然而四季度这一叙事或将面临转折：一是就业数据未来预计将上修且回暖，在当前衰退叙事押注过度的背景下，预期的回摆只需要一份不差的就业报告。非农就业数据已经与中小企业增加就业计划连续3个月背离，考虑到非农就业数据近期质量不佳，后续上修以及未来数据回暖的可能性极大。二是美国经济稳中有升。二季度在关税战的背景下，最新的美国二季度实际经济增长被上修至3.3%，创下2023年四季度以来最高。此外，高频模型对三季度经济增长的预期持续上修，美联储在最新的预测中也对经济增长和通胀进行上调。三是核心通胀粘性较强，四季度再通胀将成为可能。一方面衡量核心通胀广度压力的扩散指标基本回升至2021年的高位，显示通胀压力在各个领域扩散。另一方面超级核心通胀在2023年四季度美联储转向宽松后便已结束了下行趋势，并在远高于疫情前的水平上方企稳回升。随着市场对衰退和宽松押注，抵押贷款利率大幅下行，MBA抵押贷款活动申请指数快速上行，可以预见的是未来美国住房市场带来的再通胀压力将回归。

外汇市场：在岸人民币兑美元北京时间16:00官方报7.1231，较前一日收盘下跌84个基点。9月FOMC会议后，市场呈现出利多出尽的走势，美债利率大幅上行，美元反弹。目前离岸人民币来到了我们几个月前就画

好的支撑位置，欧元也同时呈现出了走弱的迹象。除了四季度对美国过度悲观的预期将迎来修正外，欧元区自身的弱势也是一大原因。一是今年初有关德国将重整欧洲财政的叙事使得欧元走势背离基本面。二是欧元大幅升值导致出口竞争力下降。欧元区有效汇率已来到有数据以来最高（1998年以来），出口订单信心指数大幅下行。三是交易结构上看，欧元投机性多头已来到历史极限水平区间，而空头已“磨刀霍霍”近一个季度连续加仓。

商品市场：文华商品指数上涨 0.93%，板块几乎全部录得上涨，仅贵金属和软商品小幅下跌。此前我们提示操作上需等待走强信号明确后在进行试多，今日的上涨可视为走强信号，今日文华商品指数盘中已创下周内最高点，收复了前几日的跌幅。此次上涨的强势品种为反内卷政策带动的玻璃，从技术上看，玻璃走强的趋势较为明显，预计后续将震荡上行突破 7 月份的高点。建议投资者短期 9 月 23 日的低点为止损，积极做多。

重要政策及要闻

国内：1) 公募基金总规模突破 36 万亿 今年以来第五次创历史新高。2) 数字人民币国际运营中心正式运营。3) 央行：将支持各类境外机构投资者在中国债券市场开展债券回购业务。4) 中国有色金属工业协会：国家有关部门正在加快研究如何加强对铜冶炼产能建设规范化管理具体措施。

国外：1) 美联储理事米兰：美联储需要前瞻性地看待经济变化，降息幅度应为 150-200 个基点。2) 英特尔据悉寻求苹果投资以助力其扭转颓势。3) 美国正式公告：实施美欧贸易协议，征收欧盟汽车 15% 关税。

交易策略

债券市场：短期在年内新低附近企稳，长期目标为 2024 年 9 月 30 日低点。

A 股市场：节前震荡整理。

美股市场：牛市不改，做多。

外汇市场：美国例外论回归助力美元指数上行。

商品市场：做多信号出现，看好止损积极做多。

风险提示

1. 贸易战加剧
2. 地缘风险加剧
3. 欧洲主权信用风险爆发

目录

一、 大类资产跟踪	5
(一) 利率债	5
(二) 股市	6
(三) 外汇	9
(四) 商品	10
二、 重要政策及要闻	12
(一) 国内	12
(二) 国外	12
三、 风险提示	13

图表目录

图表 1： 9 月 25 日国债期货行情	5
图表 2： 三十年国债预计在今年低点附近震荡整理后再开启下跌趋势	6
图表 3： 9 月 25 日指数、行业、概念表现	7
图表 4： 中证银行指数调整至支撑位	错误！未定义书签。
图表 5： 非农数据与中小企业增加就业计划连续 3 个月背离	8
图表 6： 随着美国抵押贷款利率下降，贷款申请活动指数陡升	9
图表 7： 离岸人民币在支撑出涨势受阻	10
图表 8： 文华商品指数盘中创下周内新高	11
图表 9： 玻璃震荡走强的趋势较为明显	11

一、 大类资产跟踪

(一) 利率债

利率债短端小幅下跌，长端小幅上涨，三十年期国债创下今年新低后企稳回升。此前我们持续提示三十年期国债将创下年内新低，且在今年3月份的低点附近的支撑力度较强，做空者应适当止盈，今日三十年期国债加权指数跌至年内新低后，便企稳回升，走势完美符合我们的判断。在更长的时间维度上，我们维持此前判断：三十年期国债在目前位置震荡整理后将继续下跌，目标位在去年9月份政策转向的低点（2024年9月30日）附近。大盘突破去年10月8日高点后，成交量和波动率同步放大上涨，短期未看到结束的迹象，预计大方向上股强债弱将持续，国债短期在年线位置企稳震荡后仍有下行空间。后续展望：股市大盘突破，商品蓄势待发，债市预计短期在年线附近震荡整理后将继续下跌。

图表 1：9 月 25 日国债期货行情

30年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TL9999		114.11	+0.12	+0.11%	12	114.11	114.12
2	TL2512	主力	114.11	+0.12	+0.11%	12	114.11	114.12
10年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	T9999		107.610	-0.010	-0.01%	46	107.605	107.610
2	T2512	主力	107.610	-0.010	-0.01%	46	107.605	107.610
5年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TF9999		105.525	-0.015	-0.01%	86	105.525	105.530
2	TF2512	主力	105.525	-0.015	-0.01%	86	105.525	105.530
2年期国债期货								
	代码	.	现价	涨跌	涨跌幅	买量	买价	卖价
1	TS9999		102.314	-0.010	-0.01%	31	102.314	102.316
2	TS2512	主力	102.314	-0.010	-0.01%	31	102.314	102.316

资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表 2：三十年国债预计在今年低点附近震荡整理后再开启下跌趋势



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

(二) 股市

A 股：科技类今日再次领涨市场，但我们认为科技板块已经不宜追高，积极关注仍在底部的反内卷相关的光伏、化工、农业、有色以及高股息代表的银行等板块。近几日科技板块整体依旧表现强势，但上涨已经出现分化，此前领涨的个股略显疲态，新的低位个股在补涨，资金畏高的态势较为明显，且板块筹码较为拥挤，已经拥有科技持仓的投资者可适当获利了结降低持仓成本。反内卷相关板块仍在底部，且相关商品有了企稳回升的迹象，后续或迎来股商齐涨的行情。此外，今日创业板和科创板虽然带领指数上涨，但期权市场波动率延续了下行态势，波动率下行表明期权市场预期未来走势斜率趋陡的概率不大。考虑到节前融资盘有获利了结的动机（降低长假期间的持仓风险以及融资利息的支出），目前领涨的创业板、科创板中融资盘集中度较高，将高位的科技适当获利了结去低位有政策和股息支持的板块是更好的选择。

行业板块：电源设备、游戏等板块领涨，涨超 2%，养殖、港口航运、贵金属等领跌。

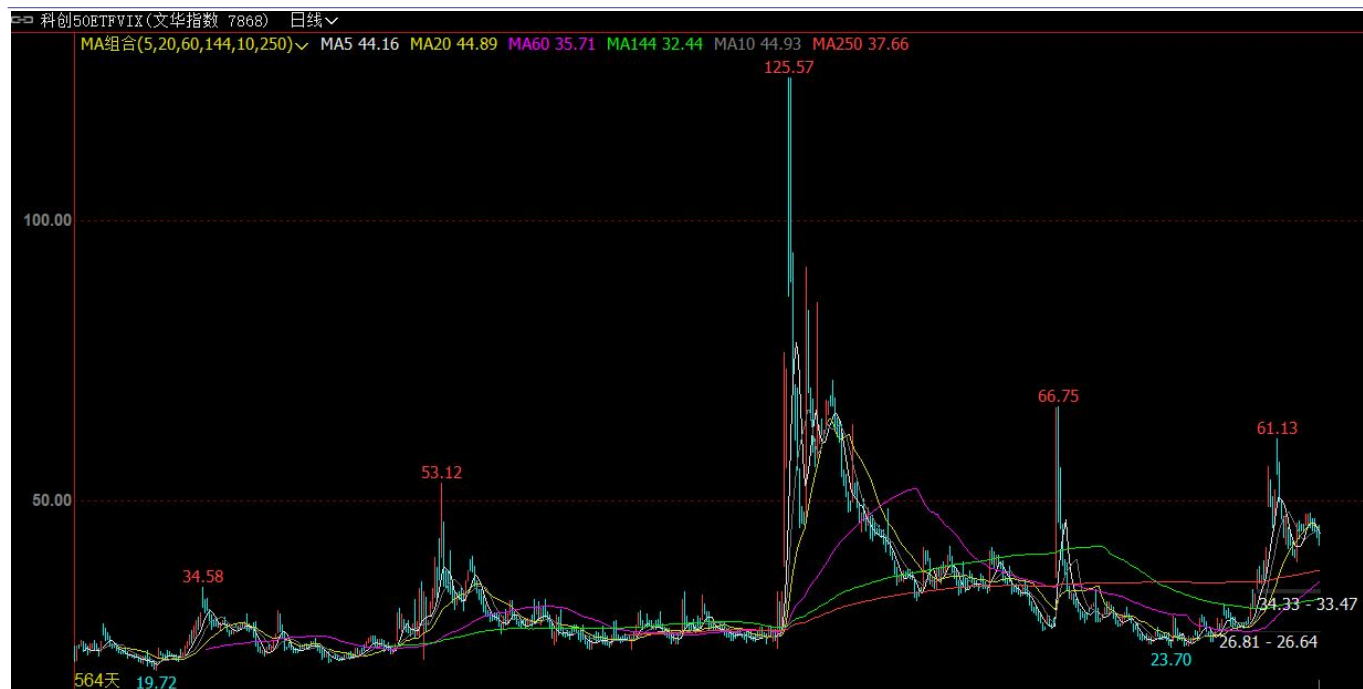
热门概念：AI 和手机游戏概念表现亮眼，中韩自贸区、兵装重组等概念领跌。

图表 3：9 月 25 日指数、行业、概念表现

同花顺概念						同花顺行业					国内重要指数				
中国AI...	可控核...	快手概念	铜缆高...	金属铜	其他电...	游戏	互联网...	工业金属	影视院线	创业板...	创成长	创业板指	创价值	科创50	
2.36%	1.39%	1.36%	1.26%	1.17%	2.56%	2.46%	1.54%	1.31%	1.08%	1.94%	1.62%	1.58%	1.35%	1.24%	
手机游戏	ERP概念	短剧游戏	AI语料	超导概念	风电设备	金属新...	软件开发	通信设备	小金属	创业板300	深证100	深证300	中证A...	中证A...	
1.15%	1.14%	1.11%	1.09%	1.06%	0.96%	0.59%	0.57%	0.52%	0.44%	1.15%	1.02%	0.81%	0.71%	0.68%	
Micro...	特色小镇	PET铜箔	高压氧舱	生物质...	物流	养殖业	白色家电	非金属...	油气开...	上证380	上证收益	上证指数	A股指数	中小综指	
-1.28%	-1.34%	-1.35%	-1.37%	-1.43%	-1.41%	-1.47%	-1.52%	-1.52%	-1.63%	0.08%	-0.00%	-0.01%	-0.01%	-0.03%	
垃圾分类	航运概念	天津自...	兵装重...	中韩自...	工程机械	橡胶制品	燃气	港口航运	贵金属	深证B指	中证10...	同花顺...	红利指数	北证50	
-1.43%	-1.52%	-1.75%	-1.79%	-1.87%	-1.63%	-1.69%	-1.96%	-2.01%	-2.36%	-0.30%	-0.37%	-0.57%	-0.65%	-1.37%	

资料来源：iFind，太平洋证券整理

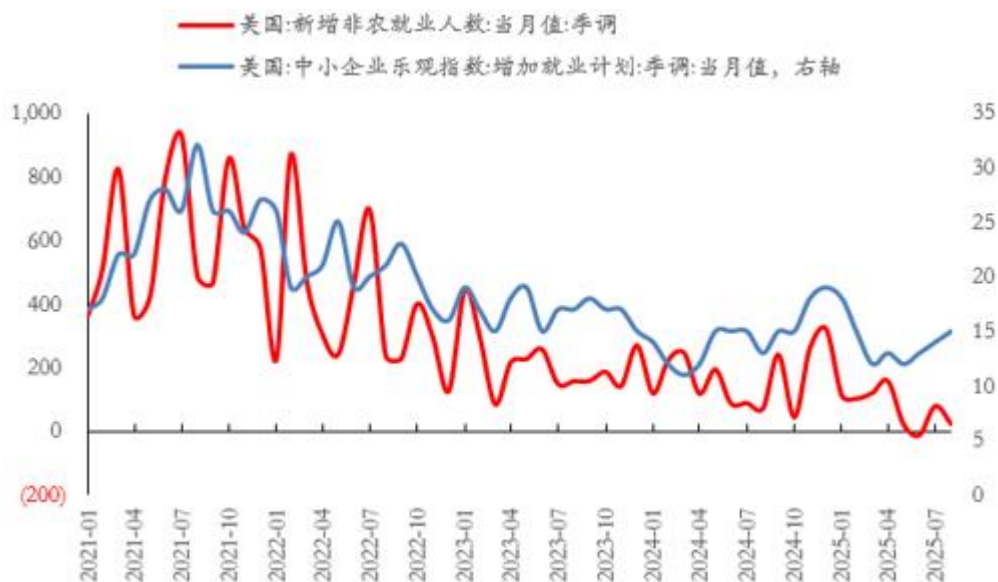
图表 4：科创 50 期权波动率高位持续回落



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

美股：预计四季度软着陆和再通胀将重新成为叙事的中心，美股仍是大类资产中最佳选择。在关税战和连续不及预期的非农就业报告下，衰退和降息在过去两个季度占据了叙事主导，然而四季度这一叙事或将面临转折：一是就业数据未来预计将上修且回暖，在当前衰退叙事押注过度的背景下，预期的回摆只需要一份不差的就业报告。非农就业数据已经与中小企业增加就业计划连续 3 个月背离，考虑到非农就业数据近期质量不佳，后续上修以及未来数据回暖的可能性极大。二是美国经济稳中有升。二季度在关税战的背景下，最新的美国二季度实际经济增长被上修至 3.3%，创下 2023 年四季度以来最高。此外，高频模型对三季度经济增长的预期持续上修，美联储在最新的预测中也对经济增长和通胀进行上调。三是核心通胀粘性较强，四季度再通胀将成为可能。一方面衡量核心通胀广度压力的扩散指标基本回升至 2021 年的高位，显示通胀压力在各个领域扩散。另一方面超级核心通胀在 2023 年四季度美联储转向宽松后便已结束了下行趋势，并在远高于疫情前的水平上方企稳回升。随着市场对衰退和宽松押注，抵押贷款利率大幅下行，MBA 抵押贷款活动申请指数快速上行，可以预见的是未来美国住房市场带来的再通胀压力将回归。详细内容可参考我们周报《长风破浪会有时》

图表 5：非农数据与中小企业增加就业计划连续 3 个月背离



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表 6：随着美国抵押贷款利率下降，贷款申请活动指数陡升



资料来源：iFind，太平洋证券整理

(三) 外汇

在岸人民币兑美元北京时间 16:00 官方报 7.1231，较前一日收盘下跌 84 个基点。9 月 FOMC 会议后，市场呈现出利多出尽的走势，美债利率大幅上行，美元反弹。目前离岸人民币来到了我们几个月前就画好的支撑位置，欧元也同时呈现出了走弱的迹象。除了四季度对美国过度悲观的预期将迎来修正外，欧元区自身的弱势也是一大原因。一是今年初有关德国将重整欧洲财政的叙事使得欧元走势背离基本面。二是欧元大幅升值导致出口竞争力下降。欧元区有效汇率已来到有数据以来最高（1998 年以来），出口订单信心指数大幅下行。三是交易结构上看，欧元投机性多头已来到历史极限水平区间，而空头已“磨刀霍霍”近一个季度连续加仓。详细内容可参考我们周报《长风破浪会有时》

后续市场研判：以美元指数预计企稳上行，技术上面突破 99 则确认中期走强。

图表 7：离岸人民币在支撑出涨势受阻



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

(四) 商品

文华商品指数上涨 0.93%，板块几乎全部录得上涨，仅贵金属和软商品小幅下跌。此前我们提示操作上需等待走强信号明确后在进行试多，今日的上涨可视为走强信号，今日文华商品指数盘中已创下周内最高点，收复了前几日的跌幅。此次上涨的强势品种为反内卷政策带动的玻璃，从技术上看，玻璃走强的趋势较为明显，预计后续将震荡上行突破 7 月份的高点。建议投资者短期 9 月 23 日的低点为止损，积极做多。

图表 8：文华商品指数盘中创下周内新高



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

图表 9：玻璃震荡走强的趋势较为明显



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

二、重要政策及要闻

(一) 国内

1. **公募基金总规模突破 36 万亿 今年以来第五次创历史新高。**中基协最新发布的公募基金市场数据显示，截至 2025 年 8 月底，我国公募基金总规模为 36.25 万亿元。这是我国公募基金总规模今年以来第五次创下历史新高。分类型来看，今年 8 月股票基金规模增长超 6200 亿元，混合基金规模增长超 3300 亿元，货币基金规模增长超 1900 亿元，而债券基金规模下降超 280 亿元。
2. **数字人民币国际运营中心正式运营。**数字人民币国际运营中心业务平台推介会 9 月 24 日在上海举行，向各相关机构集中宣传介绍数字人民币跨境数字支付平台、数字人民币区块链服务平台及数字资产平台功能，标志着数字人民币国际运营中心正式运营。
3. **央行：将支持各类境外机构投资者在中国债券市场开展债券回购业务。**今日，中国人民银行副行长邹澜在参加香港固定收益及货币论坛时表示，近期人民银行将支持各类境外机构投资者在中国债券市场开展债券回购业务，提高人民币债券的使用效率。将扩充互换通报价商队伍，优化报价商管理机制，并将每日交易净限额从 200 亿元提高至 450 亿元，便利投资者开展利率风险管理。
4. **中国有色金属工业协会：国家有关部门正在加快研究如何加强对铜冶炼产能建设规范化管理具体措施。**中国有色金属工业协会铜业分会第三届理事会第五次会议 9 月 24 日在河北雄安新区召开。铜冶炼行业“内卷式”竞争导致铜精矿加工费持续低位的问题是此次会议中代表反馈最集中的问题，也是行业当下最突出的问题中国有色金属工业协会高度重视铜冶炼“内卷式”问题，为此还专程向国家相关部门报送了材料，提出严控铜冶炼产能扩张的具体措施建议。材料已经得到重视，目前，国家有关部门正在加快研究如何加强对铜冶炼产能建设规范化管理具体措施。

(二) 国外

1. **美联储理事米兰：美联储需要前瞻性地看待经济变化，降息幅度应为 150-200 个基点。**
美联储理事米兰表示，长期利率对上周降息的反应有限，美联储需要前瞻性地看待经

济中正在发生的变化。美联储限制性政策持续的时间越长，经济风险就越大，降息幅度应为 150-200 个基点。

2. **英特尔据悉寻求苹果投资以助力其扭转颓势。**英特尔据悉寻求苹果投资以助力其扭转颓势，英特尔股价迅速扩大涨幅达到 8%。知情人士透露，英特尔公司已与苹果公司接洽，寻求对这家陷入困境的芯片制造商进行投资。苹果和英特尔还讨论了如何更紧密地合作。他们表示，会谈处于初期阶段，可能不会达成协议。作为复兴计划的一部分，英特尔首席执行官陈立武 (Lip-Bu Tan) 一直在物色合作伙伴。知情人士称，英特尔还与其他公司就潜在的投资和合作事宜进行了接触。
3. **美国正式公告：实施美欧贸易协议，征收欧盟汽车 15% 关税。**美国特朗普政府当地时间 9 月 24 日发布正式公告，实施美国与欧盟达成的贸易协议，确认自 8 月 1 日起，对欧盟进口汽车及汽车产品征收 15% 的关税。此外，文件还列出了对某些药物化合物、飞机零部件及其他进口商品的关税豁免。当地时间 7 月 27 日，美国总统特朗普表示，美国已与欧盟达成新贸易协议，对欧盟输美商品征收 15% 的关税。欧盟委员会主席冯德莱恩称，15% 税率是欧委会能够达成的最佳结果。

三、 风险提示

1. 贸易战加剧
2. 地缘风险加剧
3. 欧洲主权信用风险爆发



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。